

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: B200242012

UDC _____

廈門大學

博 士 学 位 论 文

通货膨胀目标制的货币政策框架研究

Research on the Monetary Policy Framework of Inflation Targeting

卢 宝 梅

指导教师姓名: 邱崇明 教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2008 年 10 月

论文答辩时间: 2008 年 12 月

学位授予日期: 2008 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2008 年 10 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于
年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博士论文摘要库

摘 要

20 世纪 70 年代出现的滞胀使西方国家不仅从理论上论证了在政府诸多的经济目标中，货币政策首要、长期的目标是致力于长期的价格稳定，并且从制度建设上建立起保证长期价格稳定目标得以实现的货币政策策略——通货膨胀目标制。通货膨胀目标制具有内在稳定价格的机制，使货币政策的操作更具前瞻性和灵活性。在面临 20 世纪 90 年代以来的资产价格暴涨暴跌中，灵活的通货膨胀目标制为货币政策管理当局提供了一个阻止和延缓金融危机效应的框架，实现金融稳定。鉴于我国当前货币政策调控出现的困境，进一步深入研究通货膨胀目标制这一货币政策框架的内在机制具有重要的现实意义。本文通过研究货币政策追求价格稳定目标的制度变革、通货膨胀目标制稳定价格和稳定金融的机制，分析我国货币政策调控范式的困境，并对我国 20 世纪 90 年代末以来的通货膨胀和资产价格波动进行了实证研究，认为应该改变我国长期以来偏重经济增长目标而忽视价格稳定目标的货币政策取向，避免牺牲国内平衡追求外部平衡的做法，明确货币政策首要、长期的目标是价格稳定，建立起灵活的通货膨胀目标制的货币政策框架。

除第一章导论之外，本文其它部分结构安排如下：

第二章阐述货币政策追求价格稳定目标的理论依据；第三章讨论货币政策实现价格稳定目标的制度变革；第四章讨论通货膨胀目标制和货币政策规则；第五章对通货膨胀制稳定价格的机制加以分析，并考察通货膨胀目标制的宏观经济效应；第六章分析资产价格膨胀和通货膨胀目标制之间的关系，论证通货膨胀目标制是能够实现价格稳定和金融稳定的货币政策策略；第七章选取德国和瑞士；新西兰、加拿大和英国；智利、巴西、捷克作为样本考察通货膨胀目标制的政策实践和国际经验；第八章是通货膨胀目标制在中国的探讨；最后是结论和进一步研究的问题。

本文的主要创新包括：1. 在分析问题的视角上，本文重点从通货膨胀目标制稳定价格的机制、通货膨胀目标制和资产价格波动关系等方面对通货膨胀目标制加以研究。

2. 在分析的内容和结论上的创新，表现在：

(1) 本文从理论和实践上论证现实中的通货膨胀目标制并非一种严格的政策规则而是一种“限制性相机抉择”，是一种关注产出、汇率目标的渐进调整的货币政策策略；通货膨胀目标制稳定价格的机制和稳定通货膨胀预期的作用能够实现长期价格稳定。货币政策不可能直接实现产出、就业目标，但可以通过实现和维护长期的价格稳定，创造一个稳定的宏观经济环境，促进产出增长和充分就业目标的实现。

(2) 本文分析了价格稳定和资产价格波动的关系。低价格水平下的资产价格膨胀不能归咎于中央银行实施通货膨胀目标制的货币政策策略，而应归咎于金融不平衡、非理性投机和资产过度替代的结果。价格稳定是实现经济增长和金融稳定的必要前提条件，价格稳定和金融稳定可以在灵活的通货膨胀目标制下得以实现。

(3) 本文对我国 20 世纪 90 年代末以来的通货膨胀和资产价格的波动进行了实证分析。证明了 20 世纪 90 年代末以来银行贷款的过度增长、外汇储备的急剧增长在我国流动性增长中起着重要的作用，并推动资产价格的上涨，从而最终推动物价水平的上涨。

关键词：通货膨胀目标制；货币政策；价格稳定；资产价格膨胀

Abstract

The economic stagnation in 1970s makes the western world aware that among a good many of goals of the government's economic policy, the overwhelming purpose of monetary policy should be pursuing long-term price stability, thus the construction of the institution —— inflation targeting —— to guarantee this. The mechanism of price stability in inflation targeting has made the operation of monetary policy more forward-looking and flexible. When facing assets boom-bust cycles During 1990s, flexible inflation provides a unified framework both for achieving price stability and for preventing and ameliorating the effects of financial crises through “the financial accelerator” and guaranteeing financial stability.

With the current difficult situation that China's monetary policy finds itself in, more study on the inner mechanism of price stability under inflation targeting thus shows very important and significant to China. Through analysis on the institutional innovation of conducting monetary policy and the mechanism of price stability and financial stability in inflation targeting, it is more advised that a shift should be made in the monetary policy: from the focus of economic growth to that of the sustained stability of price; and from maintaining external balance to the internal balance .It is essential that the stability of price be kept as a long—term number—one monetary policy. Only in this way can China strengthen up its new monetary strategy of inflation targeting with greater flexibility.

The paper is constructed as follows: Chapter 1 is the introduction; Chapter 2 starts with the theories of pursuit price stability, while Chapter 3 discusses the institutional innovations for monetary policy to pursuit price stability; Chapter 4 presents inflation targeting under monetary policy rules and Chapter 5 analysis the mechanism of price stability in inflation targeting; Chapter 6 continues to analysis the relationships of asset price inflation and inflation targeting, then analysis the mechanism of price stability and financial stability in inflation targeting; Chapter 7 shows international experiences of inflation targeting based on several different groups of countries, the first group includes Germany and Switzerland; the second group is New Zealand ,Canada and United Kingdom and the other group contains Chile, Brazil and Czech; Chapter 8 prefers to discuss inflation targeting in China and Chapter 9 is the conclusions and the future research of the paper.

The main contributions of the paper are:

First, from special research perspectives, the paper mainly put focus on analysis the mechanism of price stability in inflation targeting and relationships between asset boom-bust cycles and inflation targeting.

The second, based on the analysis of this papers, there are two new conclusions that contribute to present Chinese literatures about inflation targeting: (1) Inflation targeting in practice is really not a strict rule but a strategy of “constrained discretion ” which concerns about not only price stability but also outputs growth and exchange rate while it’s also a fine-tune strategy for monetary policy-makers to adjust gradually to inflation target when the deviations from the expectative inflation to the target happen. The mechanism of price stability and the role of expectation stability in inflation targeting can promote long-run stability which in turn to promote outputs growth and full-employment through providing a stable environments. (2) By analysis the relationship between price stability and assets boom-bust cycle, the paper states that a low-level inflation which comes from implementing inflation targeting should not but the financial imbalance, irrational speculation and the excessive of assets substitution contribute to assets boom-bust. Long-run price stability is the prerequisite of output growth and financial stability. Price stability and financial stability can be achieved in the monetary policy framework of inflation targeting. (3) By testing on the relationships between inflation and the asset price volatility in China, the paper has proved that the excessive growth in bank credit and the sharply growth of foreign exchange reserves do play an crucial role on quickly growing of liquidity that promotes the inflation of asset price, and in the end boosts the inflation.

Key words: Inflation Targeting; Monetary Policy; Price Stability; Asset Price Inflation

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景和意义	1
一、货币政策调控范式的变革	1
二、研究意义	3
第二节 相关研究综述	4
一、国外已有的研究成果	4
二、国内研究综述	6
三、文献评述	7
第三节 本文的研究思路、方法和结构安排	8
一、研究思路	8
二、研究方法	8
三、结构安排	9
第四节 主要创新和不足	10
一、主要创新	10
二、不足之处	11
第二章 货币政策追求价格稳定目标的理论依据	12
第一节 货币政策最终目标的演变	12
一、货币政策的多重目标及其局限性	12
二、从多重目标到单一目标	13
第二节 货币中性论——单一目标论的理论依据	14
一、货币中性论的思想渊源	14
二、货币中性论的发展	15
第三节 货币政策的动态时间不一致性和政策声誉理论	19
一、货币政策的动态时间不一致性	19
二、规则优于相机抉择	21
三、政策声誉理论	24
本章小结	27
第三章 通货膨胀目标制——货币政策稳定价格目标的制度变革	29

第一节 货币政策“名义锚”的历史变迁	29
一、货币政策“名义锚”的作用	29
二、货币政策“名义锚”的演变	29
第二节 通货膨胀目标制——货币政策稳定价格目标的制度变革	35
一、通货膨胀目标制的实施背景	35
二、通货膨胀目标制的制度特征	37
三、通货膨胀目标制的优点	44
本章小结	45
第四章 通货膨胀目标制和货币政策规则	47
第一节 通货膨胀目标制——规则还是相机抉择？	47
一、文献回顾	47
二、规则和相机抉择之争	47
三、限制性相机抉择	49
四、通货膨胀目标制是限制性相机抉择的货币政策框架	50
第二节 通货膨胀目标制和货币政策最优规则的讨论	52
一、通货膨胀目标制——货币政策的最优规则	52
二、开放经济下的最优规则	55
第三节 工具规则和目标规则	59
一、工具规则	59
二、目标规则	60
本章小结	61
第五章 通货膨胀目标制稳定价格的机制分析	62
第一节 通货膨胀目标制稳定价格的机制	62
一、通货膨胀目标制从制度上保证价格稳定目标的实现	62
二、通货膨胀目标制通过稳定通货膨胀预期实现价格稳定	63
三、通货膨胀目标制下的货币政策操作依“目标规则”进行	66
四、通货膨胀目标制兼顾产出，强调对通货膨胀目标的渐进调整	68
五、通货膨胀目标制下货币政策具有透明度和责任感	71
第二节 通货膨胀目标制的宏观经济效应	71
一、通货膨胀目标制有效地稳定通货膨胀预期	71
二、IT 国家具有较低的通货膨胀持续性	74

三、新兴市场经济国家的宏观经济效应	76
本章小结	78
第六章 资产价格膨胀和通货膨胀目标制	80
第一节 资产价格泡沫对货币政策目标选择的新挑战	80
一、价格稳定下出现的资产价格膨胀	80
二、关于货币政策是否干预资产价格的争论	80
第二节 资产价格膨胀的原因分析	82
一、历史上看,资产价格泡沫出现的时期大部分是在实际经济迅速增长和生产率极大提高的时期	82
二、增强的看涨预期	86
三、资产价格繁荣更可能出现在一个低而稳定的通货膨胀环境中	86
四、金融自由化是引致金融危机的又一个重要原因	88
第三节 通货膨胀目标制——实现价格稳定和金融稳定的机制分析	89
一、通货膨胀目标制——稳定价格和平抑资产价格泡沫的策略	89
二、通货膨胀目标制实现价格稳定和金融稳定的机制分析	91
本章小结	95
第七章 通货膨胀目标制的政策实践和国际经验	96
第一节 德国和瑞士——“混合的通货膨胀目标制”	96
一、德国的货币目标制政策实践	96
二、瑞士的货币政策目标制政策实践	98
第二节 新西兰、加拿大、英国的通货膨胀目标制实践	99
一、新西兰的通货膨胀目标制	99
二、加拿大的通货膨胀目标制	103
三、英国的通货膨胀目标制	109
第三节 新兴市场经济国家、转型国家通货膨胀目标制的政策实践	111
一、智利的通货膨胀目标制	111
二、巴西的通货膨胀目标制	112
三、捷克共和国的通货膨胀目标制	114
第四节 对中国的启示	116
本章小结	119
第八章 通货膨胀目标制在我国的探讨	120

第一节 我国货币政策目标的讨论	120
一、关于我国货币政策目标的争论	120
二、币值稳定和价格稳定	122
第二节 我国货币政策操作范式的困境	123
一、货币供应量指标失灵	124
二、国际收支不平衡加大进一步削弱了货币政策的有效性和灵活性	125
三、资产价格的暴涨暴跌给货币政策调控带来了新的挑战	128
第三节 我国通货膨胀和资产价格波动的实证分析	132
一、投资的影响因素分析	132
二、CPI 的波动因素分析	137
三、结论	146
第四节 我国实施通货膨胀目标制货币政策新框架的构想	146
一、我国未来货币政策范式调整的方向应是建立起通货膨胀目标制的货币政策 框架	148
二、成功实施通货膨胀目标制的前提条件	149
三、我国实施通货膨胀目标制的初步构想	151
本章小结	152
第九章 本文结论和进一步研究的问题	154
第一节 本文结论	154
第二节 有待进一步研究的问题	156
附 录	158
参考文献	165
博士期间的科研成果	172
后 记	173

Contents

Chapter 1	Introduction	1
1.1	Research Background and Significance	1
1.2	Related Research Review	4
1.3	Logic, Methods and Structure Arrangement	8
1.4	Innovations and Inadequacy	10
Chapter 2	The Theories of Pursuit Price Stability	12
2.1	The Innovations of the Final Target of Monetary Policy	12
2.2	The Theory of Monetary Neutrality	14
2.3	The Theory of Dynamic Time-Inconsistency and Policy Credibility	15
2.4	Summary	27
Chapter 3	Inflation Targeting-----The Institutional Innovations to Pursuit Price Stability	29
3.1	The histories about innovations of nominal anchor	29
3.2	Inflation Targeting----- the Institutional Innovations to Pursuit Price Stability ...	35
3.3	Summary	46
Chapter 4	Inflation Targeting under Monetary Policy Rules	47
4.1	Inflation Targeting-----Rules versus Discretion	47
4.2	Discussions on the Optimal Rules of Monetary Policy	52
4.3	Instrument Rule and Targeting Rule	59
4.4	Summary	61
Chapter 5	Analysis on the Mechanism of Price Stability in Inflation Targeting	62
5.1	Analysis on the Mechanism of Price Stability in Inflation Targeting	62
5.2	The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting	71
Chapter 6	Asset Price Inflation and Inflation Targeting	80
6.1	The New Challenges to Target Choices of Monetary Policy ----Comes from Asset Price Bubbles	80

6.2 Analysis on the Reasons of Asset Price Bubbles.....	82
6.3 Analysis on the Mechanism of Price Stability and Financial Stability in Inflation Targeting.....	89
6.4 Summary	95
Chapter 7 The Policy Practice and International Experiences of Inflation Targeting	96
7.1 Germany and Switzerland----- “The Hybrid Inflation Targeting ”	96
7.2 Inflation Targeting in New Zealand ,Canada and United Kingdom.....	99
7.3 Inflation Targeting in Chile, Brazil and Czech	111
7.4 Apocalypse to China	116
7.5 Summary	119
Chapter 8 Discussions on Inflation Targeting in China	120
8.1 Discussions on Chinese Monetary Policy Goals.....	120
8.2 The Current Difficult Situations That China Faces in Conducting Monetary Policy	123
8.3 Tests on the relationships between inflation and the asset price volatility in China.....	132
8.4 Conceives to Implement Inflation Targeting in China	146
8.5 Summary	152
Chapter 9 Conclusions and Future Researches	154
9.1 The Conclusions of the Paper	154
9.2 Future Researches	156
Appendix	158
References	165
Research Achievements during Doctoral Study	172
Postscripts	173

第一章 导论

第一节 研究背景和意义

一、货币政策调控范式的变革

20 世纪 80 年代末期,中央银行货币政策最优方法的设计出现了一次新的变革,一些发达国家率先放弃原有的货币目标制 (Monetary Targeting) 或汇率目标制 (Exchange Rate Targeting),探索性地采取了一种新的货币政策制度——通货膨胀目标制 (Inflation Targeting)。首先是 1989 年新西兰通过《新西兰储备银行法》(the New Zealand Reserve Bank Act),引入了通货膨胀目标制。新西兰这一反通货膨胀的货币制度变革引起了世界广泛的关注,特别是那些正在经历高而持续通货膨胀国家的关注。随后是 20 世纪 90 年代初,加拿大、英国、瑞典、芬兰、澳大利亚、西班牙等发达工业国家相继公开宣布一个量化的通货膨胀目标,实行通货膨胀目标制这一新的货币政策框架;20 世纪 90 年代末以色列、智利、巴西、捷克、波兰、南非等新兴市场经济国家和转型国家效仿发达国家的模式和经验相继实行通货膨胀目标制。在欧洲,同一时期也发生了通货膨胀目标制度化的改革浪潮,政府授权中央银行寻求价格稳定,赋予货币政策操作的独立性和责任感,如 1991 年签署、作为欧盟成立标志的《马斯特里赫特条约》就把价格稳定作为未来欧洲中央银行的首要目标;而美国国会对实行通货膨胀目标制的可行性进行了公开的讨论,参议员 Connie Mack 在 1995 年提了一个法案,提议建立一个以价格稳定为基本目标的货币政策体系,虽然美国至今还没有宣布一个明确的通货膨胀目标,但实际上实行的是一种隐含的通货膨胀目标制 (Clarida,Gali and Gertler(1998a, b; 1999); Bernanke & Mishkin (1997))。德国和瑞典早在 20 世纪 70 年代就实行了一种仍然监控货币供应量指标,但又宣布通货膨胀目标的一种“混合的通货膨胀目标制”(Bernanke& Mishkin,1997),并成为欧洲中央银行极力推崇的货币政策操作范式;在亚洲,泰国、韩国、菲律宾等国在亚洲金融危机之后也引入通货膨胀目标制。据 Carare& Stone (2003) 的研究,已有 19 个实行完全成熟的通货膨胀目标制 (Full

—Fledged Inflation Targeting) 国家。经历了近 20 年的货币政策实践, 通货膨胀目标制使这些国家成功地降低了通货膨胀率, 实现了经济平稳的发展, 至今没有一个国家放弃通货膨胀目标制而另寻他径。通货膨胀目标制被看成是对货币目标制、汇率目标制的最好替代, 也是最成功地取得价格稳定和长期经济增长的一种货币政策策略。

上述世界范围内大规模的货币政策调控范式的调整, 引起了国际学术界和政策制定者的高度重视。大部分国家通货膨胀目标制的实验与成功使理论界对通货膨胀目标制的特征、优越性、通货膨胀目标制的运行机制及其效果等方面展开了广泛而深入的讨论。Haldane(1995) 认为, 通货膨胀目标制可以为货币政策与通货膨胀预期提供一个有效的“名义锚”(nominal anchor); Mishkin & Posen (1997) 则指出, 实行通货膨胀目标制可以提高货币政策的透明度和可信度, 巩固中央银行反通货膨胀的成果; Svensson (1997) 的研究进一步说明, 只有当中央银行实行通货膨胀目标制并选择低于社会最优水平的目标通货膨胀率时, 才能解决货币政策的时间不一致问题。基于此, 一些经济学家和中央银行银行家认为“通货膨胀目标制必将成为许多工业化国家和新兴市场国家货币政策的中心”(Freedman, 2001)。

进入20世纪90年代以后, 许多国家实现了价格稳定目标, 但由于金融市场的快速发展和金融、经济一体化、全球化进程的加快, 资本快速流动和冲击带来的全球范围内的资产价格暴涨暴跌迅速成为世界经济不稳定的主要表象, 这一表象与一般价格水平的波动交织在一起, 成为20世纪90年代以来世界各国经济和金融持续发展面临的主要问题, 严重地影响了实体经济健康稳定、持续的发展, 给世界各国货币政策及其运行提出了严峻的挑战。通货膨胀目标制这一制度性货币政策框架是否可以持续? 是否可以成为应对通货膨胀和资产价格暴涨暴跌的货币政策策略得以延续和扩展? 这些问题必须在理论和实践上进一步研究和观察。

2、中国的经济波动和货币政策的新挑战

我国经济从 20 世纪 90 年代以来历经了高涨——紧缩——高涨的经济波动, 经济增长和通货膨胀率的变化见图 1—1。在 1992—1995 年间、2003 至今两个时期经济高增长的背后, 都伴随着持续高的通货膨胀, 而 1999—2002 年间则出现了通货紧缩与证券市场繁荣、资产价格上涨并存的现象。而且特别引起注意的是, 2003 年至今新一轮的经济高涨与 1992—1995 年间的经济高涨不同, 前者表现出流

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库